



АРИКАПИТАЛ

УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Сергей Перминов, CFA  
Главный экономист УК Арикапитал

## Основные показатели

в млн долл.	2016	2017	2018
Рыночная капитализация	3 894	7 976	5 864*
Выручка	1 221	1 603	2 057
ЕБИТДА	246	354	487
Активы	2 317	2 939	3 872
Чистый долг	431	1 011	1 502
Чистый долг / ЕБИТДА	1,8	2,9	3,1

\* рыночные данные на 23.08.19

## Параметры выпуска NMCLN 1 7/8 04/30/25

ISIN	XS1814568413
Рейтинг эмитента	BB+/Ba1/-
Валюта	USD
Дата размещения	23.04.2018
Текущ. средняя цена*	88,08
Текущ. доходность к погаш. по средней цене*	5,50%
Текущ. G-спред по средней цене (пункты)*	395
Целевой G-спред (пункты)	210
Опционы	1) конвертируемая облигация, 2) опцион пут 02.05.2023

\* на 23.08.19

Источник: Bloomberg

NMC Health plc (BB+/Ba1/-) – крупнейшая частная компания в сфере здравоохранения в Объединенных Арабских Эмиратах.

22 августа NMC Health опубликовала хорошую отчетность за 1 полугодие (выручка и ЕБИТДА выросли на 20-30% к соответствующему периоду прошлого года) и подтвердил прогноз на 2019 год. Компания объявила программу выкупа акций на \$200 млн, которая может быть использована для поддержки котировок (крупные акционеры не будут в ней участвовать). Кроме того, Reuters опубликовал статью о возможной продаже крупного пакета акций по цене существенно выше рыночной. Акции за день выросли на 18%.

Что особенно важно, опубликованная отчетность дает ответы на вопросы, которые некоторые хедж-фонды считали проблемными для компании (в 2019 году было открыто несколько крупных коротких позиций по акциям компании, акции до публикации отчетности были почти -30% к началу года). Во-первых, очень сильно вырос операционный денежный поток: с \$80 млн в соответствующий период прошлого года до \$269 млн (высокие инвестиции в working capital и слабый денежный поток некоторые интерпретировали как низкое качество прибыли). Во-вторых, компания очень подробно раскрыла операции со связанными сторонами (в основном это продажа лекарств, произведенных компанией, принадлежащей основателю NMC Health).

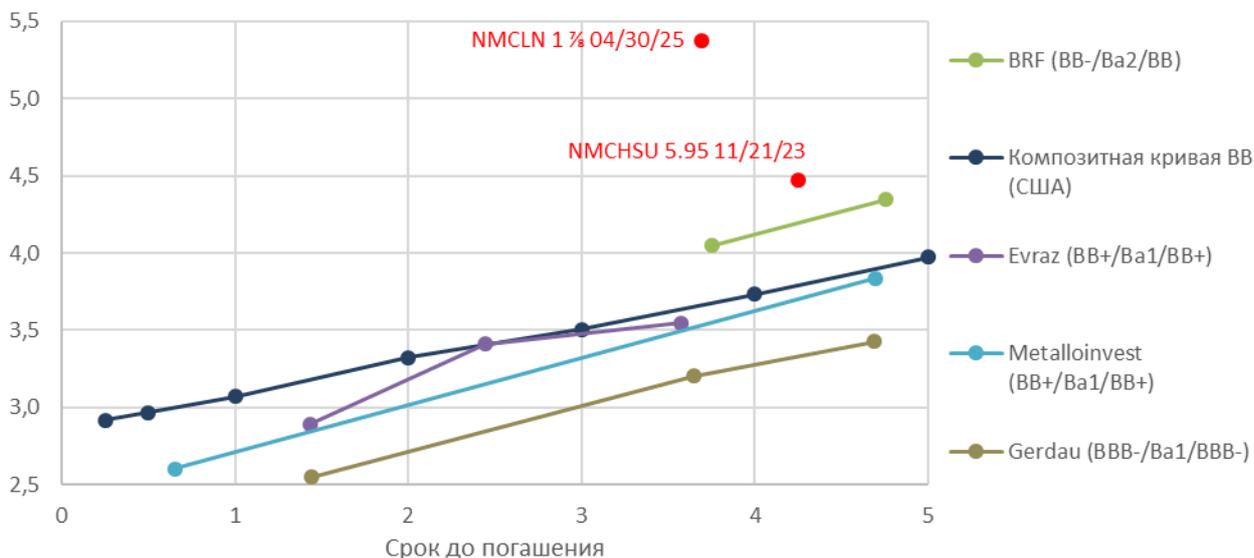
С точки зрения инвесторов в облигации можно отметить увеличение обязательств по аренде, которые некоторые эксперты включают в чистый долг, однако это полностью бухгалтерская операция, связанная с постановкой на баланс арендных площадей в соответствии с новым IFRS 16.

Рекомендованные нами ранее конвертируемые облигации NMCLN 1 7/8 04/30/25 сильно выросли вслед за акциями. Однако NMCLN 1 7/8 04/30/25, по нашему мнению, неплохо выглядит и по текущей цене 88,1% номинала (доходность 5,5% годовых к пут-опциону в 2023 году), особенно по сравнению с российскими евробондами.

В облигационной части консервативная оценка справедливой цены – 91,5% номинала сейчас и 93,7% через год (предполагая доходность в 4,4% к пут-опциону, что соответствует выпущенному NMC Health сукук с тем же сроком до погашения); для сравнения, Евраз 23 и Полус Золото 23 с такими же рейтингами торгуются, соответственно, под 3,6% и 3,8%.

NMCLN 1 7/8 04/30/25 остается одним из самых высокодоходных среди облигаций с соответствующей дюрацией (с учетом пут-опциона), рейтингом и более или менее консервативными кредитными метриками.

### Кривая доходности NMC Health и сравнимых компаний (в USD)



\* В качестве даты погашения NMCLN 1 7/8 04/30/25 взята дата пут-опциона

Источник: Bloomberg

Стоимость опциона, по нашей оценке на основе модели Bloomberg, может составлять около 4% номинала. Таким образом, целевая цена на годовом интервале 95,5%, что соответствует G-спреду 210 пунктов. Суммарная доходность от инвестиций в NMCLN 1 7/8 04/30/25 в течение года может составить около 10%. Важно отметить, что это, по сути, среднее ожидаемое значение: в большинстве случаев инвестор получает лишь облигационную доходность, которая ниже 10% (но является достаточно высокой по сравнению с другими эмитентами сравнимого кредитного качества), а в относительно маловероятном, но возможном случае существенного роста акций – намного больше 10%.

Ожидаемая доходность по текущей цене меньше, чем раньше, но все еще неплохая на фоне аналогов, многие из которых сильно сократили спреды с начала года и выглядят очень дорогими (особенно это касается российских евробондов). Инвесторам, возможно, стоит фиксировать часть прибыли по цене около 90% номинала, однако в среднесрочном плане NMCLN 1 7/8 04/30/25, по нашему мнению, остается интересным.

Важно также отметить риски инвестиций в данные облигации: NMC Health является относительно маленькой компанией и очень сильно зависит от эффективности менеджмента. Кроме того, NMC Health может быть чувствителен к макроэкономической и политической ситуации в ОАЭ и Саудовской Аравии, особенно к специфике медицинского страхования и регулирования здравоохранения.

Данный отчет может использоваться только в информационных целях и не является предложением, рекомендацией или офертой на покупку или продажу ценных бумаг. Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но компания не дает никаких гарантий относительно точности данной информации. Компания может совершать любые операции с ценными бумагами, упомянутыми в данном отчете, и до, и после публикации данного отчета.

Данный отчет может быть использован только инвесторами на территории РФ с учетом законодательства РФ.

Общество с ограниченной ответственностью Управляющая компания «Арикапитал» – Лицензия ФСФР России на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00952 от 31 января 2013 года.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Чистые деньги» – Правила доверительного управления зарегистрированы ФСФР России 14 марта 2013 г. за номером 2565.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Глобальные инвестиции» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 06 сентября 2016 г. за номером 3208.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Рублевые сбережения» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 26 июля 2018 г. за номером 3542.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Харизматичные акции» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 27 ноября 2018 г. за номером 3606.

Прием заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев осуществляется в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 6, стр. 2, пом. 1, эт. 23.

Получить подробную информацию о деятельности управляющей компании, о паевых инвестиционных фондах, о работе пункта приема заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев, ознакомиться с правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и иными документами можно в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 6, стр. 2, пом. 1, эт. 23, по телефону: (495) 123-32-77, на сайте в сети Интернет: [www.aricapital.ru](http://www.aricapital.ru), а также, в случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации, в периодическом печатном издании «Приложение к Вестнику Федеральной службы по финансовым рынкам».

Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами предусмотрены надбавки (скидки) к (с) расчетной стоимости инвестиционных паев при их выдаче (погашении). Взимание надбавок (скидок) уменьшит доходность инвестиций в инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда.